

赛轮股份 (601058.SH)

橡胶行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

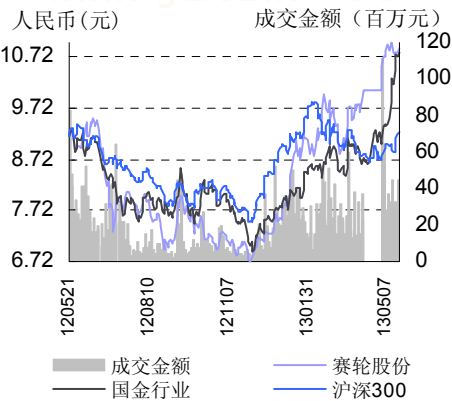
市价(人民币): 10.87元

目标(人民币): 13.60元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	195.62
总市值(百万元)	41.09
年内股价最高最低(元)	11.00/6.72
沪深300指数	2609.61
上证指数	2299.99



打造全球轮胎市场上的中国品牌

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.278	0.424	0.684	1.048	1.380
每股净资产(元)	4.87	5.19	5.87	6.92	8.30
每股经营性现金流(元)	-0.56	1.60	-0.37	1.51	2.68
市盈率(倍)	26.36	17.88	15.78	10.30	7.82
行业优化市盈率(倍)	33.26	47.73	76.55	76.55	76.55
净利润增长率(%)	-7.24%	52.72%	61.21%	53.25%	31.71%
净资产收益率(%)	5.71%	8.17%	11.64%	15.14%	16.62%
总股本(百万股)	378.00	378.00	378.00	378.00	378.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 我国轮胎消费品趋势抬头, 品牌、技术将成为发展高地。轮胎行业如何从“重资产”蜕变为“消费品”, 一直是国内公司的“奢望”。据统计, 近十年来, 国内轮胎企业的毛利率在 10-15%, 不仅远低于一线品牌, 与三线品牌韩泰、锦湖等 20% 以上的水平亦有差距, 根源在于同质建设、低价竞争。然而, 近年随着技术的进步及模式转变, 各轮胎企业间出现了明显分化。尤其是 2012 年以来, 在美国特保案到期、欧盟新提标签法案机遇下, 部分在定位、技术、品牌上领先的企业, 已逐渐走在“蜕变”前列。这反映在公司对股价下跌的受益更强, 收入增长更快, 市场占有率快速提升, 规模效应更加明显。
- 公司技术领先, 重视市场, 自主品牌 **Atrezzo** 崭露头角。公司管理层对我国轮胎品牌的弱势地位有深刻认识, 战略上从海外市场入手, 意图以高端形象向下辐射, 这与普利司通等国际品牌的成长有相似之处。自 2011 年起, 公司研发的超高性能自主品牌 **Atrezzo** 进入赛车市场, 主打型号 **Atrezzo Z4+AS** 获得美国交通部湿地抓地力 AA 评级, 位列美国所有乘用车前 3%。公司不断加大市场推广和赛事营销力度, 2011 年 11 月 **Atrezzo SVR** 获得美国汽车零部件展“年度最佳新品”桂冠, 2012 年 4 月赞助南非车手 **Kerry Phillip** 赢得 **GT4A** 级别冠军, 品牌形象不断提升。预计公司 13 年对美出口增长将翻两番。
- 频频并购整合资源, 越南建厂年底投产。公司除了自身的建设外, 还积极并购, 以形成“技术、品牌、营销、规模、效益、定价权提升”的逐步发展。目前产能半钢胎 1000 万条/年, 全钢胎 360 万条/年(含沈阳和平), 本次并购金宇实业剩余 51% 股权后, 增加半钢胎产能 1200 万条/年; 拟追加 12 亿投资打造的 2 万条/年巨胎项目, 有望打破普利司通、米其林、固特异三大巨头的垄断格局。

投资建议

- 预计公司 2013~2015 年收入 77.9、101.7、115.6 亿元, 归属于母公司净利润 2.58、3.96、5.22 亿元, EPS0.68、1.05、1.38 元/股。给予公司 13 年 20 倍 PE, 目标价 13.6 元, “买入”评级。

风险

- 原材料价格剧烈波动; 越南基地建设投资过大

刘波 分析师 SAC 执业编号: S1130511030010
(8621)61038283
liubo@gjzq.com.cn

周思捷 联系人
(8621)60753902
zhousijie@gjzq.com.cn

内容目录

公司技术领先，体制灵活，战略重视半钢胎发展.....	4
深耕出口市场，自主品牌 Atrezzo 崭露头角	7
从普利司通成长史看轮胎企业的演进方向	11
频频并购整合资源，越南建厂步伐领先	15
盈利预测与估值.....	18
风险提示	19
附录：三张报表预测摘要	20

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图表目录

图表 1: 公司历年收入和盈利能力迅速增长.....	4
图表 2: 公司全钢胎发展稳定 (万条)	5
图表 3: 公司半钢胎高速发展 (万条)	5
图表 4: 公司全钢、半钢收入增长 (万元)	5
图表 5: 公司历年轮胎的平均售价 (元/条)	5
图表 6: 公司半钢胎毛利率迅速上行	6
图表 7: 公司 2012 中报毛利拆分 (万元)	6
图表 8: 公司内销毛利构成 (万元)	6
图表 9: 公司内销量构成 (万套)	6
图表 10: 公司内销均价 (元/条)	7
图表 11: 公司分市场毛利率	7
图表 12: 第一梯队企业毛利率走势	7
图表 13: 第三梯队企业毛利率走势	7
图表 14: 我国上市轮胎企业毛利率	8
图表 15: 公司外销收入迅速扩展	9
图表 16: 公司出口毛利率迅速上升	9
图表 17: 公司 Atrezzo Z4+AS 超高性能轮胎	9
图表 18: 美国乘用车各项标识	10
图表 19: 美国交通部 NHTSA 对公司 Atrezzo 轮胎的检测结果 (2012 年 7 月)	10
图表 20: 公司赞助的赛事用车	11
图表 21: 普利司通简史 (1930~1959)	12
图表 22: 初生期普利司通发展的三大要素	12
图表 23: 普利司通简史 (1960~1982)	13
图表 24: 普利司通简史 (1983~1999)	13
图表 25: 二十年来的普利司通国际市场份额维持高位	14

图表 26: 普利司通销售额多年保持全球第一 (百万\$)	14
图表 27: 普利司通简史 (2000 至今)	14
图表 28: 普利司通日本本土轮胎工厂一览表 (截止 2012.4)	14
图表 29: 公司产能布局和前景	15
图表 30: 山东金宇的半钢胎谱系图	15
图表 31: 金宇轮胎、青科大、中石油签订技术合作框架协议 (2012.12)	16
图表 32: 沈阳和平全钢胎产品线	16
图表 33: 公司在我国轮胎企业海外扩张潮流中步伐领先	17
图表 34: 2013 上海车展普利司通巨胎	18
图表 35: 青岛科技大学校内巨胎样本	18
图表 36: 销售预测表 (细分数据为估计值)	19
图表 37: 可比上市公司估值	19

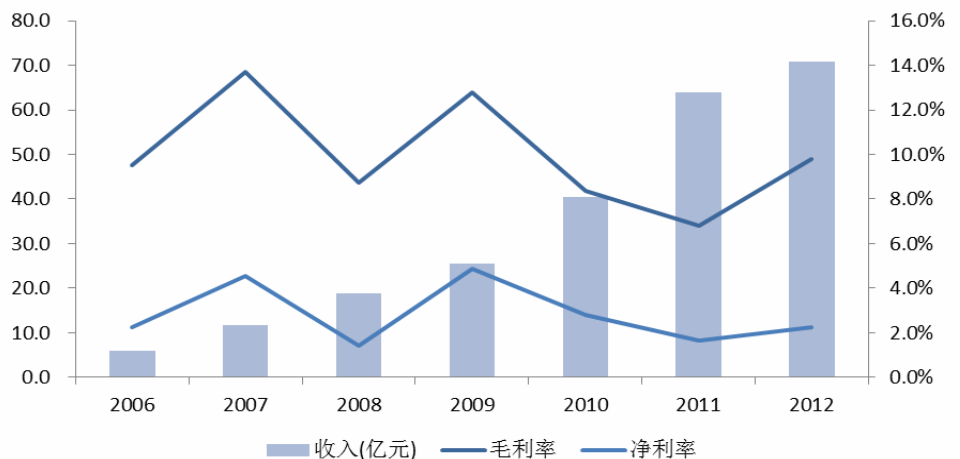
中国价值投资网 最
www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

公司技术领先，体制灵活，战略重视半钢胎发展

- **依托青岛橡胶产业集群，战略重视研发、信息化，公司迅速成长。**青岛是我国橡胶产业的传统核心地区，地方政府将橡胶业作为核心产业打造，汇聚 100 余家国内外企业和 6 个国家级实验室和技术中心的“化工橡胶行业产学研示范基地”建设已被列入青岛市、中国橡胶工业协会“十二五”发展规划及山东省半岛蓝色经济区发展规划。青岛科技大学是国内最早开办橡胶专业的学校，具有“橡塑材料与工程教育部重点实验室”，被誉为橡胶界的“黄埔军校”，其橡胶科研实力在全国乃至全世界具有影响。在人才充足、政府支持、资本集聚的共同作用下，青岛集中了青岛橡六、双星轮胎等多个重量级橡胶企业。
- **赛轮股份，正是一个诞生在青岛的年轻民营轮胎公司。**自 2002 年成立以来，依托青科大的科研资源，公司战略上重视轮胎材料技术的发展，获得了国家轮胎工艺与控制工程技术研究中心科研示范基地资格，并于 2011 年联合青科大、软控股份共同承建轮胎先进装备与关键材料国家工程实验室。与传统轮胎企业粗放生产不同，公司致力于现代化信息技术在轮胎行业的运用，建立了国内首家轮胎信息化生产示范基地，并在业内率先打造了 100 余人的信息化团队。在先进技术及信息化管理的支撑下，公司的收入和盈利能力迅速发展，10 年间即进入我国半钢胎行业的前六名，在定增收购具年产 1200 万条半钢胎产能的山东金宇 100% 股权完成后，公司将与杭州中策、山东玲珑共列我国半钢胎产量前三甲。

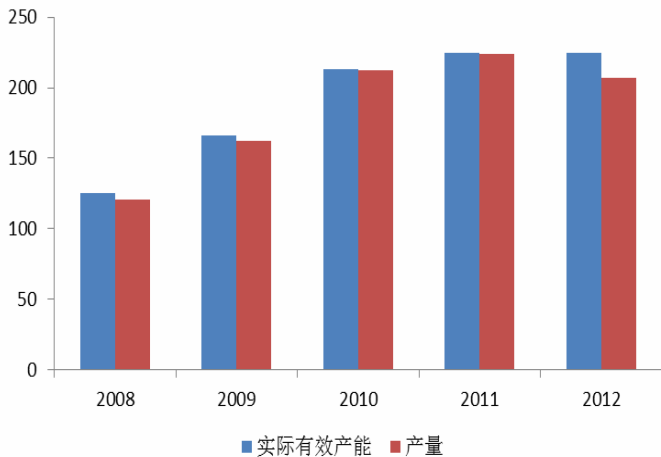
图表1：公司历年收入和盈利能力迅速增长



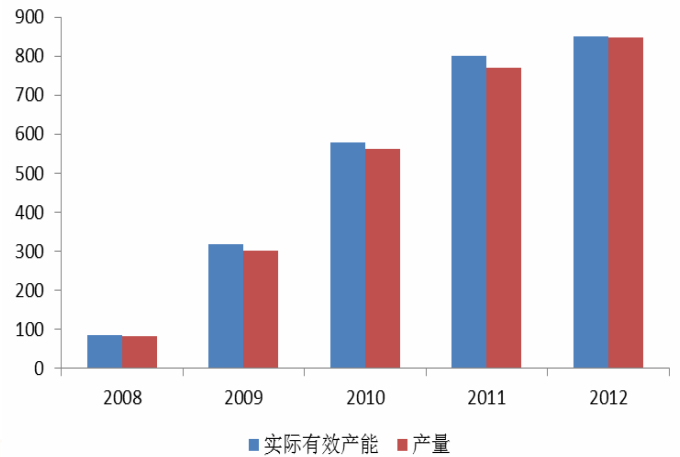
来源：同花顺，国金证券研究所

- **公司眼光长远，在 08、09 年全钢胎盈利处于高峰时，大力发展半钢胎。**与全钢胎相比，半钢胎在抓地力、抗爆性等方面的技术要求更高，更能体现轮胎企业的制造水平，对企业品牌的推动也更为明显。2009 年，受国家经济刺激政策的拉动，机械、重卡的轮胎需求井喷，全钢胎供不应求，盈利迎来黄金时期。公司以全钢胎起家，虽然 2009 年经营形势一片大好，但**公司管理层看到了我国轮胎业从简单制造向品牌发展的必然趋势，同时自身技术优势使得公司有能力发展高性能轮胎，并在未来以高端品牌向下辐射市场，这和国际轮胎企业的发展轨迹一致。**因此，公司管理层力排众议，将重心放在了半钢胎上，并以全钢胎的盈利哺育半钢胎的快速发展。从下图数据可见，公司全钢、半钢胎历年的产能利用率均保持在 90% 以上，实现了满销满产。

图表2: 公司全钢胎发展稳定 (万条)



图表3: 公司半钢胎高速发展 (万条)

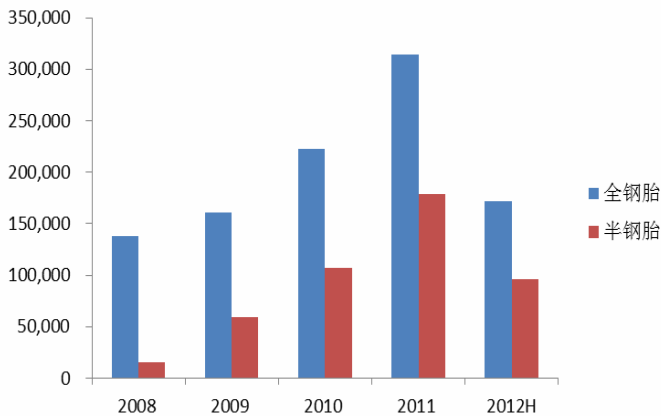


来源: 公司债券募集说明书, 中橡协会, 国金证券研究所

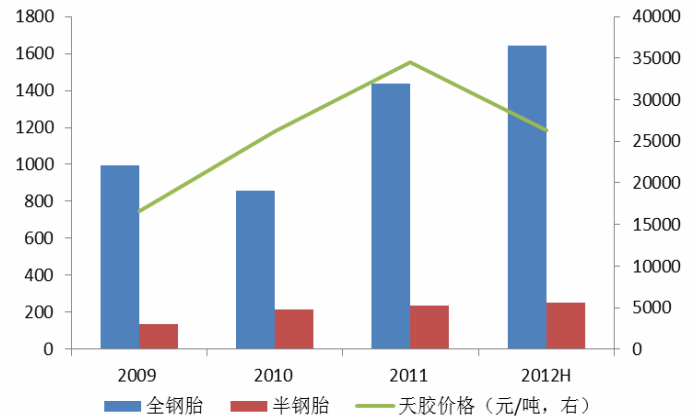
www.jztzw.net

- 公司自 2011 年起已不在年报中披露半钢和全钢胎具体的收入、毛利率拆分情况, 而去年 11 月公司债券募集说明书公布了一些细节, 故下文的数据均截止到 2012 年中报。
- 自 2008 年以来, 公司半钢胎产量发展迅速, 相关收入亦同步增长。全钢胎收入的增长则不仅与产量增长有关, 也与 2009~2011 的胶价带动的产品价格大幅上涨相关度较高。2012 中报, 公司全钢胎的收入比半钢胎高 78%, 而毛利仅比半钢胎高 41%, 半钢胎的盈利能力已经超过全钢胎。

图表4: 公司全钢、半钢收入增长 (万元)



图表5: 公司历年轮胎的平均售价 (元/条)

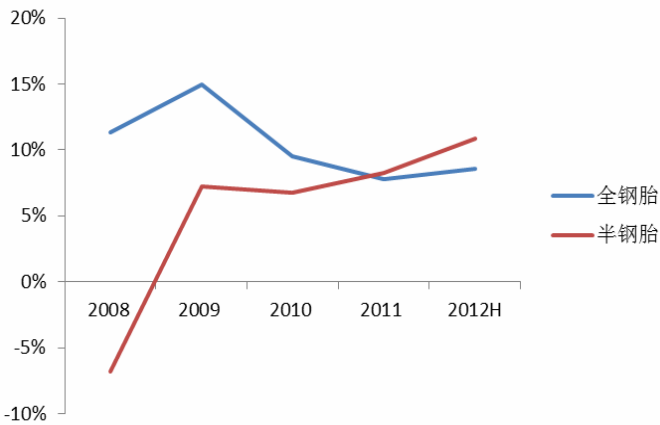


来源: 公司债券募集说明书, 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

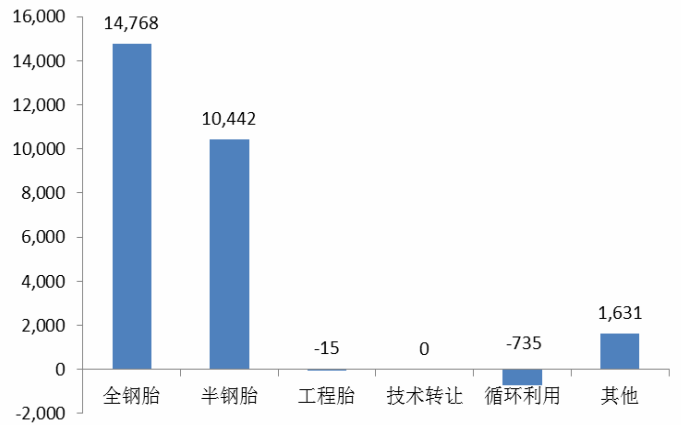
www.jztzw.net

图表6: 公司半钢胎毛利率迅速上行



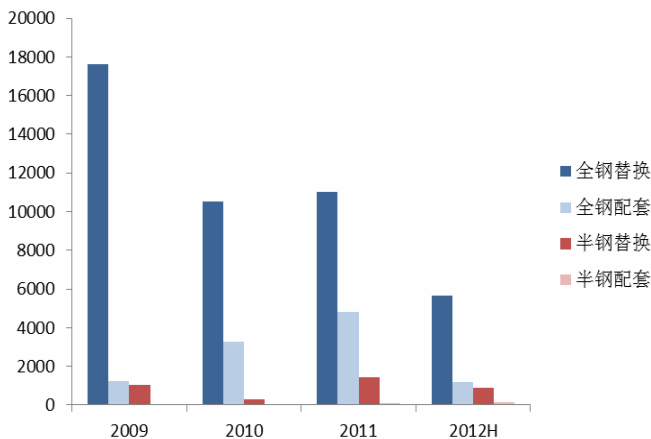
来源: 公司债券募集说明书, 中橡协会, 国金证券研究所

图表7: 公司 2012 中报毛利拆分 (万元)



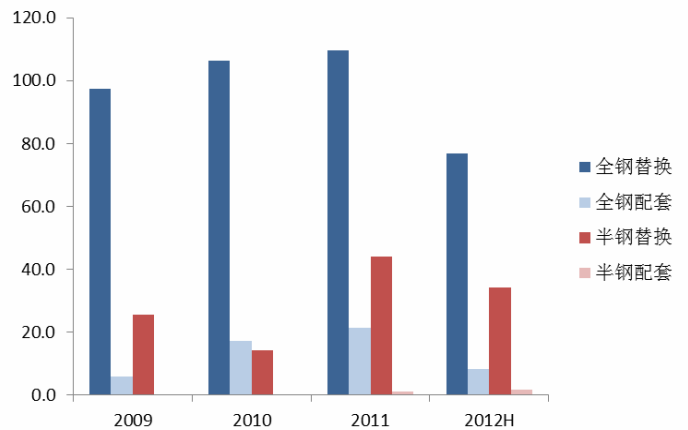
- 再从内销细分市场看, 不论全钢半钢, 公司产品均以替换胎为主, 这和我国轮胎行业的整体形势一致。虽然配套市场毛利率高于替换市场, 但一方面配套市场体量较小, 且被外资品牌牢牢占据, 另一方面轮胎企业由于地位弱势, 除销售回款较慢外, 往往还需要到整车厂附近租赁仓库以备随时供货, 本质上是为整车厂承担库存的成本, 销售费用较高。因此, 公司目前仅与一些小型车厂有少量配套关系。

图表8: 公司内销毛利构成 (万元)

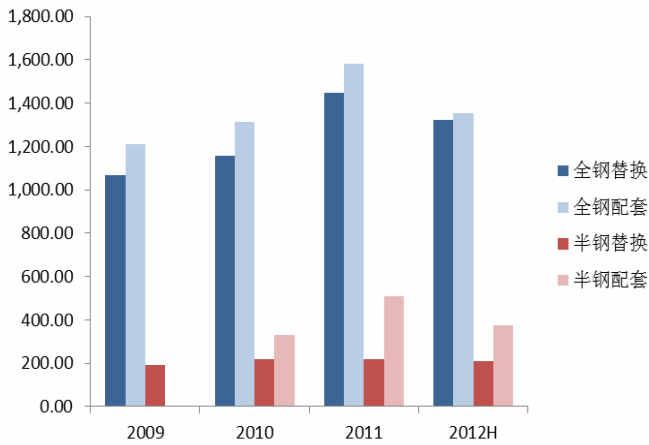


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表9: 公司内销量构成 (万套)

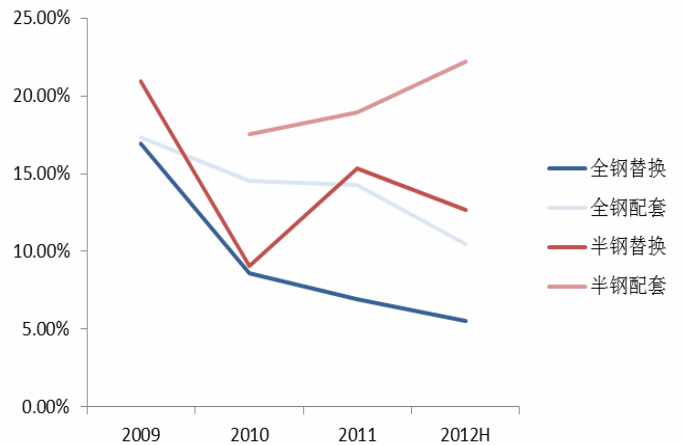


图表10: 公司内销均价 (元/条)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

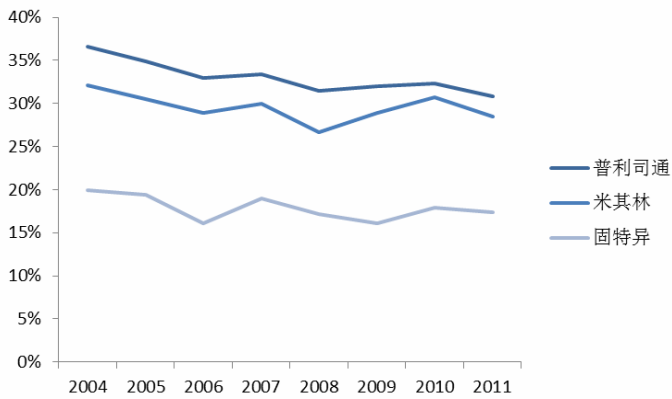
图表11: 公司分市场毛利率



深耕出口市场, 自主品牌 Atrezzo 崭露头角

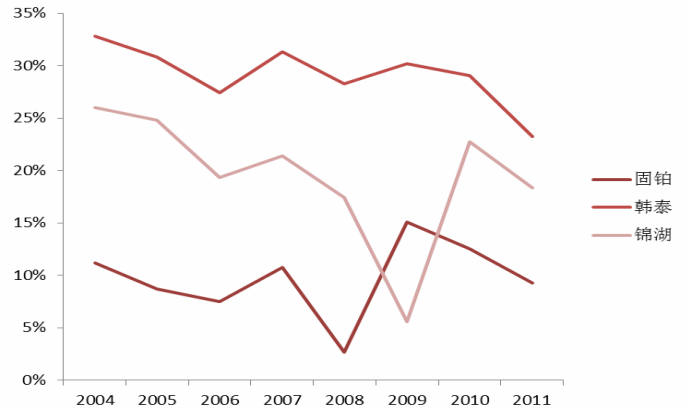
- 毛利率与产业地位成正比, 我国轮胎全球最低。在前期报告中, 我们曾对全球轮胎企业的三大梯队做了详尽的分析。由于品牌、技术、渠道和全球化的优势, 全球第一梯队企业毛利率最高, 基本在 30%左右, 然而技术水平相对较低的韩泰、锦湖也能达到 25%左右的毛利率水平, 这与我国 15%左右的上市胎企毛利率形成鲜明对比。

图表12: 第一梯队企业毛利率走势



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表13: 第三梯队企业毛利率走势



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jtzw.net

图表14: 我国上市轮胎企业毛利率



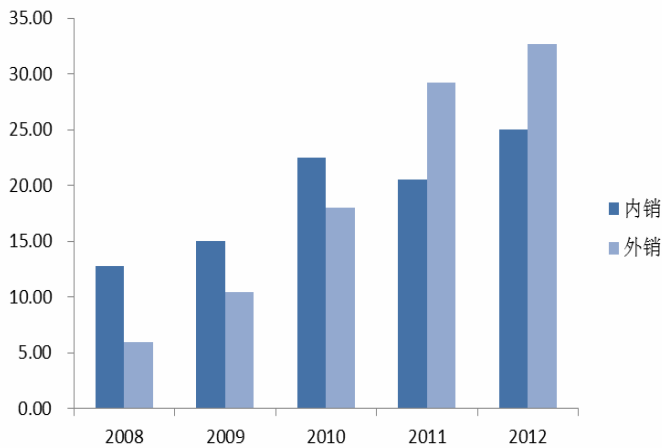
来源: 同花顺, 国金证券研究所

- **事实上,我国排名前列的轮胎企业产品质量与第三梯队的韩泰、锦湖并无较大差距。**韩泰轮胎爆胎、锦湖超标使用再生胶事件都曾见于媒体,然而,正是由于大量伪劣产品使得国产轮胎声名狼藉,导致在性能相差无几的低端市场,国内轮胎企业的盈利能力远低于外资品牌。从这个角度看,国外采取的标签措施,反而有助于国内技术领先轮胎企业的出口,因为外国消费者在选购替换胎的时候,会认可由国家强制检测背书的安全性、节油性标签(轮胎标签我们在《风神股份:品牌清晰、弹性较大的绿色全钢胎龙头》公司研究报告中有过深入分析),而非只看品牌,这就使我国轮胎的高性价比得以体现。
- **公司对我国轮胎品牌的弱势地位有深刻认识。**海外,特别是欧美的轮胎市场细分程度更大,一些特殊用途的轮胎(如北欧常见的雪地胎)需求多,经销商对轮胎企业的质量稳定、型号齐全、产能保障要求较高,一般不愿随意更换供应商。与国外经销商TBC等形成稳定的产销关系,有助于公司了解成熟市场需求,为将来自主品牌的市场推广做出积累。因此,公司经营战略上一直将国外市场作为现阶段发展的重点,这从经营数据中可见一斑:2009~2012年,公司出口收入的增速分别为75%、73%、62%和12%,内销增速则为18%、50%、-9%和22%。2008~2012年,出口毛利率由1%上升至14%,内销则由12%下降至8%。公司的出口业务已经开始贡献丰厚的利润,将在近年继续保持高速发展的态势。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图表15: 公司外销收入迅速扩展



来源: 国金证券研究所

图表16: 公司出口毛利率迅速上升



- 公司出口盈利能力的增长, 不仅在于产量的增加和市场开发的深入, 更在于公司对半钢产品持续进行结构调整和规格品种的扩展, 增大了附加值较高的高性能胎、超高性能胎以及雪地胎的生产和供应。2012年, 公司海外市场的营销重心从“规模、数量、速度”转移到“结构、质量、品牌”。全钢胎方面, 2012年赛轮品牌在美国卡车胎市场中国品牌中排名位居第三名, 在缅甸位居第一名, 在沙特位居第一名。半钢胎方面, 为体现自身研发的优秀水平, 公司重金打造自主品牌 **Atrezzo**, 旨在率先攻克欧美高端市场, 扭转中国轮胎的低端形象。从2011年6月开始, 赛轮自主品牌轮胎正式进入跑车市场, 凭借独特的配方和技术, 在加拿大等国家的赛道测试中获不俗表现。

图表17: 公司 Atrezzo Z4+AS 超高性能轮胎

产品描述:

Sailun Atrezzo Z4+AS
M+S

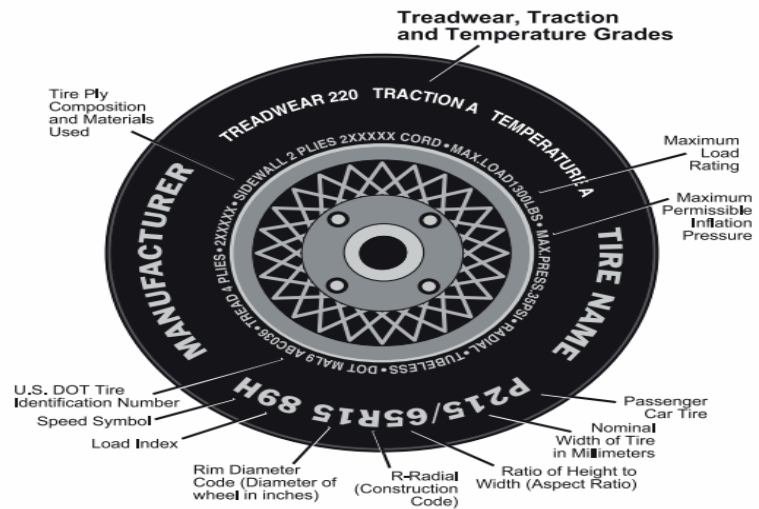
- 真正的超高性能全天候轮胎, 卓越的运动和制动性能
- 较深的周向沟槽, 优异的湿路防滑能力和排水性能
- 坚固的胎肩花纹块, 转弯力强, 操控性能优异
- 先进的胎冠、基部和胎侧复合胶保证了高强度的牵引力和较长的使用寿命
- 多变的圆形沟槽, 防止单侧磨损并使湿地使用性能最大化



来源: 公司网站, 国金证券研究所

- Atrezzo 在美国交通部测试中获得顶尖评分。**美国交通部下属国家高速公路交通安全管理局 (National Highway Traffic Safety Administration, NHTSA) 每年对在美国境内销售的乘用车胎 (不含雪地胎、专用备胎等少数分类) 进行强制测试, 并要求所有乘用车胎在胎侧标明标签等级。美国检测的轮胎指标共有三项——湿地抓地力 (TRAC, 分 AA、A、B、C 四级)、抗生热 (TEMP, 指高速运动下轮胎散热和抵抗温度上升的能力, 分 A、B、C 三级)、耐磨性 (WEAR, 以一个标准对照轮胎的耐磨程度为 100)。

图表18: 美国乘用车各项标识



来源: DOT, 国金证券研究所

- 公司以自身名义报检的轮胎是 Atrezzo Z4+AS、Atrezzo SH402、Atrezzo Touring LS 及 Terramax 等少数几个品种, 但这些品种的三项指标均名列前茅。主打的 **Atrezzo Z4+AS** 湿地抓地力达到了最高级 **AA** 级, 全美仅 **3%** 乘用车达到该水平。抗热性方面, 公司产品也基本达到最高级 **A** 级。在耐磨指数上, 全美仅 **2%** 的乘用车 WEAR 高于 **600**, **6%** 处于 **501~600** 区间, **20%** 处于 **401~500**, **32%** 处于 **301~400**。以技术角度而言, 低滚动阻力、高抗湿滑及高耐磨被称为轮胎性能的“魔鬼三角”, 三者是一种此消彼长的关系。公司抓地力最强的 **Atrezzo Z4+AS** 耐磨性处于全美前 **30%** 左右, 而 TRAC 为 **A** 级的 **Atrezzo Touring LS** 及 **Terramax** 耐磨性都达到全美乘用车前 **8%** 的水平。

图表19: 美国交通部 NHTSA 对公司 Atrezzo 轮胎的检测结果 (2012 年 7 月)

BRAND	CONST	TIRE LINE	SIZE	TRAC	TEMP	WEAR
** Sailun						
Sailun	Radial	Atrezzo Atrezzo Z4+AS	All sizes	AA	A	380
Sailun	Radial	Atrezzo SH402	195/55R15VR, 215/60R16VR	A	A	400
Sailun	Radial	Atrezzo SH402	205/50R16	A	A	460
Sailun	Radial	Atrezzo SH402	205/55R16 VR, 205/60R16 V	A	A	420
Sailun	Radial	Atrezzo SH402 H-rated	All sizes	A	A	420
Sailun	Radial	Atrezzo SH402 T-rated	All sizes	A	B	460
Sailun	Radial	Atrezzo Touring LS H-rated	All sizes	A	A	540
Sailun	Radial	Atrezzo Touring LS T-rated	All sizes	A	B	640
Sailun	Radial	Terramax H/T	All metric	A	B	500

来源: NHTSA, 国金证券研究所

- 在欧盟标准下, 公司产品亦达到代表世界级标准的双 **B** 级。据 2013 年 4 月 30 日和和讯网报道, 公司利用新材料生产的送检轮胎在燃油效率、湿滑路面抓地力两方面达到了欧盟的 **B** 级标准, 创造了中国轮胎目前的最高等级记录, 并达到了国际一流水准。目前公司已规模化运用该材料。
- 公司通过不断参与市场推广和赛事营销, 增强 **Atrezzo** 品牌的高端形象。在品牌目标上, 公司明确提出, 将“持续对赛轮品牌进行宣传投入, 以打造中国品牌为己任, 提升赛轮品牌在国际市场的形象和地位, 成为国际主流品牌。赛轮市场发展的目标为奋力赶超韩国品牌, 力争在 5-10 年内进入第二军团。”在此方针指引下, 自踏入北美市场开始, 公司即加大了推广的力度。2011 年 7 月,

在加拿大 Mosport 试验场进行的轮胎测试比赛中，赛轮在防侧滑、制动、转向、干湿地障碍绕行等综合性能方面均位居国际轮胎业前列；11 月在美国拉斯维加斯举行的全球影响力最大的汽车零部件展上，针对高性能超大规格 SUV 的全天候运动型产品 Atrezzo SVR 摘取了“年度最佳新品”桂冠。2012 年 4 月，南非专业汽车漂移车手 Kerry Phillip 驾驶一辆装备着 Atrezzo 轮胎的赛车，在阿里马漂移比赛中赢得 GT4A 级别的阻力和风力比赛冠军。

图表20: 公司赞助的赛事用车



来源：国金证券研究所

- 根据对美国各大轮胎零售网站的搜索可发现，Atrezzo Z4+AS 的 17 寸轮胎报价仅为 100 美元/条左右，低于同等级一线品牌 50%。我们在网络上欧美的各大汽车论坛搜索了用户对 Atrezzo 的使用体验，发现部分替换用户对来自中国的赛轮品牌已经具有了一定的认知，且多数客户都是在替换时听从零售商的推荐，看中 Atrezzo 的性价比而购买了来自中国赛轮的产品。公司在北美举办的多次推介活动也对车主的购买心理带来了正面影响。在实际使用后，用户反映褒贬不一，在有限的反馈数量中，驾驶萨博、现代的车主对 Atrezzo 的评价要高于宝马车主。然而总体而言，欧美车主对中国产品的恶劣印象尚未改变，心理作用对使用感受亦有影响。中国轮胎当前的处境，与日本轮胎业在上世纪 30 年代的发展初期遭遇到的偏见与歧视有共通之处。下面我们将根据普利司通的历史，从国际轮胎企业的发展看行业的演进路径。

从普利司通成长史看轮胎企业的演进方向

- 20 世纪初，日本汽车产业开始发展，轮胎市场被 Dunlop、固特异、Firestone 和米其林等外资品牌占领。20 世纪初，汽车产业在日本开始普及以取代马车，当时，发明充气轮胎的英国 Dunlop，美国固特异、Firestone 和率先发明钢丝帘线轮胎的米其林等巨头瓜分了全球轮胎市场份额，日本的轮胎市场亦由外资品牌垄断。普利司通创始人石桥正二郎注意到了轮胎行业的机遇，于 1930 年制造出了日本第一条国产轮胎。当时普利司通轮胎质量较差，但公司坚持无条件退换货政策，与此同时，公司汇聚了来自 Dunlop 等各轮胎公司的技术人员，不惜血本地进行轮胎设备的采购与更新。

图表21: 普利司通简史 (1930~1959)

时间	地点	事件
1930	久留米	石桥家族的二趾袜公司生产了第一条轮胎
1931	久留米	石桥正二郎创建了普利司通轮胎公司
1934	久留米	新建成的工厂开始生产轮胎
1935	日本	普利司通开始大量生产高尔夫球
1937	东京	总部搬迁至东京
	日本	开始生产 V 型带和橡胶管, 并开始生产抗振产品的原形
1942	日本	为日军服务, 更名为“日本轮胎有限公司”
1951	日本	重新更名为“普利司通轮胎有限公司”
	东京	新总部大楼完工
1953	日本	年销售额达到 100 亿日元, 成为日本最大的轮胎生产商
1956	久留米	成立 25 周年纪念日, 向久留米市捐献了石桥文化中心

来源: 公司公告, 国金证券研究所

在销售上, 初生的普利司通主要通过轮胎修补店、日本足袋及中小型轮胎经销商销售替换胎。1932 年, 普利司通获得了日本商会的“优良国产制品”的认定, 并获得了通用与福特的配套订单。出口方面, 普利司通的重点在东南亚、新西兰和印度等三线市场。

图表22: 初生期普利司通发展的三大要素

要素	具体内容
产品质量	从 Dunlop 挖来技术人员, 购买更新生产设备, 不断改良技术工艺, 获日本商会的“优良国产制品”认定, 福特总部的质量验证
国内渠道	通过轮胎修补店, 主攻替换胎市场, 并通过日本足袋和中小型经销商销售
积极出口	以东南亚、新西兰、印度为重心积极出口

来源: Modiauto.com, 国金证券研究所

- **加大研发投入, 二战后市场占有率大幅提升。**二战中, 普利司通为日本军方服务, 更名为“日本轮胎有限公司”。战争结束后, 公司凭借深厚积累, 1953 年销售额突破 100 亿日元, 成为日本最大的轮胎生产商。60 年代日本汽车快速普及, 普利司通抓住机遇, 于 1962 年建立了日本橡胶业最大的综合研究机构。1972 年, 公司新研究技术中心建成。1977 年, 普利司通在栃木开设了日本最大的轮胎测试场, 成为一家集产品研究开发、测试、生产的轮胎企业。

图表23: 普利司通简史 (1960~1982)

时间	地点	事件
1961	日本	在东京和大阪股票交易所 IPO
1962	日本	研发了日本第一条巴士、卡车钢丝子午胎
	东京	在东京工厂建成了技术中心
1964	日本	研发了日本第一条乘用车子午胎
1965	马来西亚	在马来西亚生产轮胎, 标志着二战后公司第一次赴海外生产
1966	日本	由 Jingle 创作的普利司通电视广告大获成功, 在全国引发热潮
1967	全球	建立了独立加盟经销商的正式指导标准
	美国	在洛杉矶建立了市场部分部
1968	全球	正式提出企业理念: “以最高品质贡献社会”
	全球	获得了世界三大质量奖项之一, 日本质量管理最高奖“Deming 奖”
1970	全球	赞助了第一届普利司通高尔夫锦标赛 (现为普利司通公开赛)
1976	日本	公司创始人石桥正二郎去世
1982	日本	在东京附近建立了第一个轮胎和汽车附件综合零售店
	日本	首次在日本引入无钉防滑雪地胎

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **高性能品牌 Potenza 于 1985 年获保时捷 911 配套订单, 普利司通一线定位确立。** 1963 年, 普利司通开始投入到赛车运动用的轮胎开发当中, 相继为 1963 年举办的第一届日本大奖赛和 1971 年富士冠军系列大赛提供轮胎。1979 年, 公司 Potenza (搏天族) 系列高性能轮胎的第一款 Potenza RE47 正式推出。1985 年, 普利司通“单一方向性花纹”新概念轮胎 RE71 成为保时捷 911 的标配轮胎, 使得 Potenza 年销量在 3 年后即突破百万大关。1986 年, 为保时捷 959 配套的 17 英寸可缺气行驶的轮胎 RE71 诞生, 被保时捷开发负责人誉为继邓禄普发明充气轮胎、固特异发明轮胎加硫、米其林发明子午线轮胎之后的“第四次革命”。此后, Potenza 又相继获得法拉利等豪车配套订单, 高端定位确立。

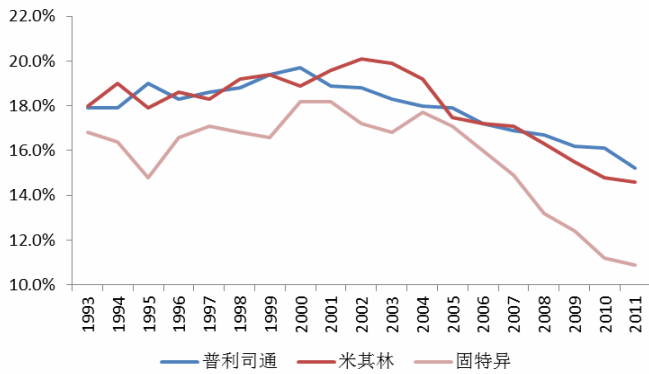
图表24: 普利司通简史 (1983~1999)

时间	地点	事件
1983	美国	普利司通从 Firestone 公司手中购买了第一家美国工厂, 位于田纳西
1984	全球	开展公司品牌强力推广计划
	全球	更名为“Bridgestone Corporation”, 并更换了新集团 Logo
1985	欧洲	Potenza RE71 成为保时捷 911 标配轮胎
1988	美国	斥资 26 亿美元并购了全美第二大轮胎公司 Firestone
1989	美国	将北美分部整合为 Bridgestone/Firestone, Inc.
1990	欧洲	建立 Bridgestone/Firestone Europe S.A. 以协调欧洲运营
1993	全球	将所有运动商品部门划归子公司 Bridgestone Sports Co., Ltd 管理
1994	欧洲	将欧洲市场和物流部门整合至 Bridgestone/Firestone Europe 管理
1995	美国	在 Indy 赛车大赛中重新启用 Firestone 品牌
1997	全球	加入 F1 赛事
1998	全球	装备普利司通轮胎的 F1 车队获得了车手和车队的赛季冠军
1999	全球	吸收合并了生产钢丝帘线的子公司 Bridgestone Metalpha Corporation

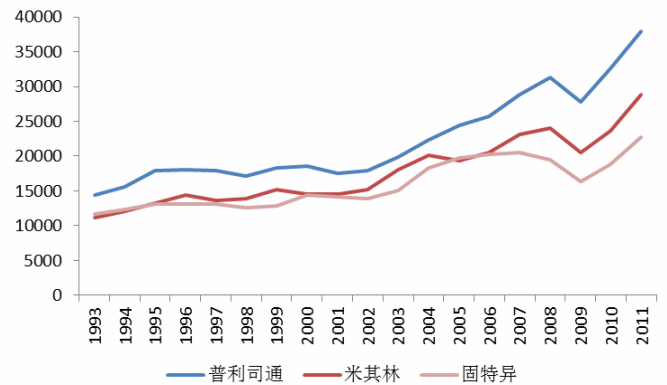
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **90 年代法拉利车队和“车神”舒马赫提升了普利司通的品牌价值。** 1998 年、2001-2004 年, 由普利司通提供轮胎的车队先后夺得了五个车手冠军头衔及车队冠军头衔。在此阶段, 随着装备普利司通轮胎的法拉利车队与“车神”舒马赫不断书写历史, 普利司通的品牌形象开始赶上并超过固特异和米其林, 90 年代的普利司通, 已经跻身全球轮胎企业的前三名。

图表25: 二十年来的普利司通国际市场份额维持高位



图表26: 普利司通销售额多年保持全球第一 (百万\$)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图表27: 普利司通简史 (2000 至今)

时间	地点	事件
2000	日本	完成了对位于东京的轮胎旗舰技术中心和横滨的综合产品旗舰技术中心的大型改扩建
2001	日本	建立了企业博物馆, 发行企业宣传册, 包含企业精神、使命等内容
	美国	建立子公司 Bridgestone/Firestone 美国控股公司, 整合美国业务
2002	日本	创始人石桥正二郎进入日本汽车名人堂; 发布管理层展望、环保守则等
2003	美国	Bridgestone/Firestone 美国控股公司更名为 Bridgestone Americas Holding, Inc.
	欧洲	Bridgestone/Firestone Europe 更名为 Bridgestone Europe NV/SA
	全球	宣布将“安全性”作为公司承诺, 并重组了安全性检验机构
2004	中国	在上海建立了 Bridgestone (中国) 投资公司
2005	日本	24 年来首次针对日本本土市场发布新品牌“Playz”
2006	美国	创始人石桥正二郎进入密歇根美国汽车名人堂
	全球	将管理架构按照三个因素重组: 战略商务单元, 全球管理平台和全球总部
2007	美国	并购了全球领先的轮胎翻新和相关装备制造制造商 Bandag

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表28: 普利司通日本本土轮胎工厂一览表 (截止 2012.4)

工厂名	地址	开业时间	员工数 (人)	占地 (千m ²)	主要产品
久留米	福冈县久留米市京町105	1931年3月	1,039	430	乘用车、轻卡、航空、赛车轮胎, 轮胎模具等
东京	东京都小平市小川东町3-1-1	1960年3月	883	601	乘用车、轻卡、航空、赛车轮胎, 轮胎模具等
那须	栃木县那须临原市东大和町3-1	1962年3月	739	191	乘用车、轻卡、摩托、农业和工业轮胎
彦根	滋贺县彦根市高宫町211	1968年3月	1,409	656	乘用车、轻卡工业轮胎
下关	山口县下关市长府港町3-1	1970年6月	670	264	采矿、建设用工程胎
鸟栖	佐贺县鸟栖市轰木町1000	1970年7月	747	187	包括超低长宽比高性能轮胎在内的乘用车和轻卡轮胎
栃木	栃木县那须临原市上中野10	1971年4月	934	598	卡车、巴士、乘用车、轻卡轮胎和新运输系统
甘木	福冈县朝仓市小田2011	1973年5月	898	378	卡车、轻卡、巴士胎
防府	山口县防府市滨方100	1976年8月	860	482	乘用车、轻卡胎, 采矿、建设用工程胎
北九州	福冈县北九州市若松区响町2-2-2	2009年6月	283	224	采矿、建设用工程胎

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 2002 年诞生在青岛, 由青科大技术支持的赛轮股份的起步优势, 优于白手起家的普利司通, 公司对研发的高投入, 以及对高端品牌的持续打造也与普利司通的成长轨迹相一致。普利司通 1961 年上市后, 即着手准备在马来西亚开设第

司、华北化工销售公司以及青岛科技大学、金宇轮胎集团达成了技术合作框架协议。

图表31: 金宇轮胎、青科大、中石油签订技术合作框架协议 (2012.12)



来源: 公司网站, 国金证券研究所

收购沈阳和平 (年产 120 万套全钢胎) 100% 股权

- 沈阳和平子午线轮胎制造有限公司成立于 2006 年 6 月, 注册资本 1.2 亿元, 主打品牌“和平牌”。据沈阳和平 2012 年招聘公告信息, 该公司 2008 年 3 月一期工程投产, 2009 年生产轮胎 40 万套, 2010 年实现 120 万套的设计产能, 2011 年实现 150 万套产能, 并购公告显示实际产能 120 万套/年。

图表32: 沈阳和平全钢胎产品线



来源: 辽宁省就业网, 国金证券研究所

- 由于经营不善, 在被公司收购前, 沈阳和平的净资产已为负值。受益于公司在轮胎技术输出上的经验与积累, 并购后的经营情况有所改善, 2012 年实现净利润 4086 万元。公司在并购公告中表示将把生产能力扩张 50%。

收购泰华罗勇, 反映胎企与胶农直接对话的行业趋势

- 2012 年 5 月 29 日, 公司全资子公司赛瑞特物流斥资 3200 万元收购泰华罗勇 51% 股权。泰国是全球主要天然橡胶出口、加工地区之一, 轮胎企业收购泰国橡胶贸易商, 反映的是全球天胶过剩, 话语权向中国转移的情况下, 橡胶产业

链由传统的“胶农—贸易商—轮胎企业”到“胶农—轮胎企业”直接对话的行业发展趋势。公司在原材料话语权上走在行业前列。

越南设厂步伐领先，加大工程巨胎产能投资

- 2012年4月，公司越南子公司完成注册登记，注册资本2000万美元。公司计划一期投入9500万美金，设计生产1万条工程胎、300万条半钢胎，并将于2013年下半年投产。
- 越南是新兴产胶国，受益于较年轻的胶树结构，天胶产量近年将高速增长，当地政府亦欢迎外商投资橡胶下游产业。在我国劳动力成本不断上升的现状下，公司越南基地有助于节约生产成本，亦有助于应对未来可能再次出现的针对中国的轮胎反倾销。当前国内半钢胎龙头企业，杭州中策、三角集团和山东玲珑均有海外扩产计划，但公司项目投产最早，具备领先优势。

图表33：公司在我国轮胎企业海外扩张潮流中步伐领先

公司名称	海外建厂规划	2012年全钢胎产量 (万条)	2012年半钢胎产量 (万条)
赛轮股份	2012年4月越南子公司注册，投资6亿元建设年产300万条半钢胎，1万条全钢工程胎，2013年下半年投产。	207	849
山东玲珑	2012年12月泰国子公司成立，拟投资2953万美元建设年产200万条高性能半钢胎项目，计划2014年6月投产	436	2344
三角集团	计划在俄罗斯投建年产400万条子午胎项目	524	1543
杭州中策	计划投资10亿元在泰国建立轮胎厂，形成年产60万条全钢胎、100万条摩托车胎、300万条半钢胎产能。2013年初开工，争取2014年投产。	1070	2146
山东奥戈瑞	与印度尼西亚PT. GentamuliaInfra公司共同投资2亿美元，在印尼西爪哇地区建设年产600万条半钢胎及120万条全钢胎项目，其中奥戈瑞投资占比51%，印尼占比49%。2012年11月奠基，预计2014年投产。	产能200万套/年	产能2000万套/年

来源：中橡协会，公司网站，国金证券研究所整理

- 工程巨胎是工程机械轮胎家族中极具特色的高端产品，在我国轮胎业发展中曾有一段曲折的历史。巨型轮胎一般是指规格在49寸以上、负载在90吨以上自卸车用轮胎及大型装载机轮胎。巨胎生产设备投资大，技术含量高，适用于煤矿、铁矿、铜矿等路面复杂、工况恶劣的条件。合格的工程巨胎具有以下特点：1) 大轮廓尺寸在恶劣路况下仍可顺利行驶操控；2) 适应由自重、应力分布差异带来的厚重不均；3) 抗高荷载、耐受经常性刺扎冲击、避免快速磨损；4) 轮胎花纹抓着力好、防滑、自洁。
- 由于技术难度高，工程巨胎的售价较高，通常高于15万元/条，部分高端产品的单价可达30万美元/条，附加值高于普通子午胎20~50%。国际巨头米其林、普利司通、固特异垄断了90%的市场。公司研发实力较强，且有与青科大、国家工程中心等的技术合作，巨胎项目的技术水平应会取得下游矿山的认可。公司在2013年股东大会材料中表示，拟对巨胎项目追加投资不超过12亿元，将巨型工程子午胎项目年产能扩建至2万条，项目建设期2年。项目达产后，预计新增营业收入约18亿元，利润约3亿元。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表34: 2013 上海车展普利司通巨胎



来源: 国金证券研究所拍摄

图表35: 青岛科技大学校内巨胎样本



盈利预测与估值

- 预计公司 2013~2015 年收入 77.9、101.7、115.6 亿元，归属于母公司净利润 2.58、3.96、5.22 亿元，EPS0.68、1.05、1.38 元/股。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表36: 销售预测表 (细分数据为估计值)

项 目	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
全钢胎						
平均售价 (元/件)	1,049	1,404	1,410	1,300	1,300	1,300
增长率 (YOY)	5%	34%	0%	-8%	0%	0%
销售数量 (千件)	2,120	2,240	2,670	3,150	3,600	3,700
增长率 (YOY)		6%	19%	18%	14%	3%
销售收入 (百万元)	2,223	3,146	3,764	4,095	4,680	4,810
增长率 (YOY)		41%	20%	9%	14%	3%
毛利率	9.5%	7.8%	11.0%	12.0%	12.0%	13.0%
半钢胎						
平均售价 (元/件)	189	232	236	230	230	230
增长率 (YOY)		23%	1%	-2%	0%	0%
销售数量 (千件)	5,630	7,710	8,490	9,500	13,000	15,000
增长率 (YOY)		37%	10%	18%	30%	15%
销售收入 (百万元)	1,065	1,790	2,000	2,185	2,990	3,450
增长率 (YOY)		68%	12%	100%	100%	100%
毛利率	6.8%	8.3%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%
工程胎						
销售收入 (百万元)	0	7	9	10	1,000	1,800
增长率 (YOY)		1595%	29%	11%	9900%	80%
毛利率	-18.0%	16.6%	0.0%	-10.0%	10.0%	12.0%
其他						
销售收入 (百万元)	762	1,447	1,347	1,500	1,500	1,500
增长率 (YOY)		90%	-7%	11%	0%	0%
毛利率	7.2%	2.9%	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%
销售总收入 (百万元)	4,050	6,390	7,075	7,790	10,170	11,560
销售总成本 (百万元)	3,712	5,954	6,382	6,971	9,045	10,156
毛利 (百万元)	338	436	693	819	1,125	1,404
平均毛利率	8.4%	6.8%	9.8%	10.5%	11.1%	12.1%

来源: 国金证券研究所

- 综合考虑行业均值和公司成长性, 给予 13 年 20 倍 PE, 目标价 13.6 元, “买入”评级。

图表37: 可比上市公司估值

股票代码	公司名称	5月20日股价	EPS			PE		
			2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E
000589.SZ	黔轮胎A	5.59	0.26	0.39	0.51	22	14	11
000599.SZ	青岛双星	3.82	0.04	0.08	0.12	96	48	32
600182.SH	S佳通	10.87	0.54	0.64	0.72	20	17	15
600623.SH	双钱股份	11.30	0.33	0.42	0.51	34	27	22
600469.SH	风神股份	9.60	0.73	0.98	1.06	13	10	9
601058.SH	赛轮股份	10.87	0.32	0.66	0.90	34	16	12

来源: 同花顺

风险提示

- 天胶价格大幅反弹
- 全球轮胎需求下滑
- 越南项目开支超预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	4,050	6,390	7,075	7,790	10,170	11,560	货币资金	559	533	1,160	800	500	500
增长率	57.8%	10.7%	10.1%	30.6%	13.7%		应收账款	698	1,025	1,013	1,617	2,111	2,399
主营业务成本	-3,712	-5,954	-6,382	-6,971	-9,045	-10,156	存货	817	999	1,107	955	1,239	1,391
%销售收入	91.6%	93.2%	90.2%	89.5%	88.9%	87.9%	其他流动资产	211	233	511	699	906	1,018
毛利	338	436	693	819	1,125	1,404	流动资产	2,286	2,790	3,791	4,071	4,756	5,308
%销售收入	8.4%	6.8%	9.8%	10.5%	11.1%	12.1%	%总资产	57.9%	58.9%	52.4%	48.5%	49.9%	51.2%
营业税金及附加	-1	-2	-13	-2	-3	-3	长期投资	60	60	481	722	721	721
%销售收入	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	1,452	1,689	2,470	3,299	3,747	4,040
营业费用	-96	-117	-229	-158	-192	-254	%总资产	36.8%	35.6%	34.1%	39.3%	39.3%	39.0%
%销售收入	2.4%	1.8%	3.2%	2.0%	1.9%	2.2%	无形资产	146	197	451	303	302	301
管理费用	-88	-130	-173	-161	-192	-254	非流动资产	1,661	1,950	3,449	4,326	4,772	5,065
%销售收入	2.2%	2.0%	2.5%	2.1%	1.9%	2.2%	%总资产	42.1%	41.1%	47.6%	51.5%	50.1%	48.8%
息税前利润 (EBIT)	153	187	277	498	738	892	资产总计	3,946	4,741	7,239	8,397	9,528	10,373
%销售收入	3.8%	2.9%	3.9%	6.4%	7.3%	7.7%	短期借款	1,453	1,788	2,656	4,071	4,412	4,521
财务费用	-26	-60	-108	-204	-268	-286	应付款项	1,278	1,123	1,757	1,315	1,706	1,918
%销售收入	0.6%	0.9%	1.5%	2.6%	2.6%	2.5%	其他流动负债	-86	-107	-32	7	9	10
资产减值损失	-3	-11	-12	0	0	0	流动负债	2,645	2,804	4,382	5,392	6,128	6,449
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	170	90	45	45	45	46
投资收益	0	0	14	20	20	20	其他长期负债	21	8	824	713	713	713
%税前利润	0.0%	0.0%	7.5%	6.4%	4.1%	3.2%	负债	2,835	2,902	5,251	6,150	6,885	7,208
营业利润	124	116	171	315	490	625	普通股股东权益	1,111	1,839	1,961	2,220	2,616	3,138
营业利润率	3.1%	1.8%	2.4%	4.0%	4.8%	5.4%	少数股东权益	0	0	27	27	27	27
营业外收支	6	13	13	0	0	3	负债股东权益合计	3,946	4,741	7,239	8,397	9,528	10,373
税前利润	130	129	184	315	490	628	比率分析						
利润率	3.2%	2.0%	2.6%	4.0%	4.8%	5.4%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-17	-24	-25	-56	-94	-107	每股指标						
所得税率	13.1%	18.8%	13.5%	17.9%	19.2%	17.0%	每股收益	0.404	0.320	0.424	0.684	1.048	1.380
净利润	113	105	159	258	396	522	每股净资产	3.968	4.865	5.188	5.873	6.920	8.300
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0	每股经营现金流	-1.394	-0.557	1.597	-0.372	1.505	2.682
归属于母公司的净利润	113	105	160	258	396	522	每股股利	0.000	0.000	0.100	0.000	0.000	0.000
净利率	2.8%	1.6%	2.3%	3.3%	3.9%	4.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.18%	5.71%	8.17%	11.64%	15.14%	16.62%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	2.87%	2.21%	2.21%	3.08%	4.16%	5.03%
净利润	113	105	159	258	396	522	投入资本收益率	4.87%	4.09%	4.41%	5.79%	7.64%	8.76%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	163	231	238	424	503	558	主营业务收入增长率	59.03%	57.76%	10.72%	10.11%	30.55%	13.67%
非经营收益	32	63	93	220	262	274	EBIT增长率	-15.18%	22.15%	48.03%	79.92%	48.12%	20.79%
营运资金变动	-698	-610	113	-1,043	-592	-339	净利润增长率	-9.14%	-7.24%	52.72%	61.21%	53.25%	31.71%
经营活动现金净流	-390	-211	604	-140	569	1,014	总资产增长率	32.42%	20.12%	52.71%	15.99%	13.47%	8.86%
资本开支	-495	-599	-655	-1,108	-949	-847	资产管理能力						
投资	20	0	-345	-241	0	0	应收账款周转天数	20.0	19.4	29.8	20.0	20.0	20.0
其他	0	0	0	20	20	20	存货周转天数	60.3	55.7	60.2	50.0	50.0	50.0
投资活动现金净流	-475	-599	-1,000	-1,329	-929	-827	应付账款周转天数	78.2	55.7	64.4	50.0	50.0	50.0
股权募资	0	633	0	0	0	0	固定资产周转天数	123.5	88.0	114.4	138.1	114.7	103.8
债权募资	969	262	1,161	1,333	342	110	偿债能力						
其他	-55	-112	-137	-224	-282	-297	净负债/股东权益	95.74%	73.16%	113.38%	179.28%	176.70%	151.04%
筹资活动现金净流	916	781	1,029	1,109	60	-187	EBIT利息保障倍数	5.9	3.1	2.6	2.4	2.8	3.1
现金净流量	48	-27	627	-360	-300	0	资产负债率	71.85%	61.21%	72.54%	73.24%	72.26%	69.49%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	5	6	9
增持	0	2	2	3	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.29	1.29	1.30	1.36

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net